

## 特斯拉 (TSLA US, 持有, 目标价: US\$382.00)

买入

**持有**

卖出

### 汽车业务持续疲拖累 4Q25 收入, 维持“持有”评级

**目标价: US\$382.00 当前股价: US\$430.41**

股价上行/下行空间 -11%

52 周最高/最低价 (US\$) 498.83/214.25

市值 (US\$mn) 1,390,655

当前发行数量(百万股) 3,231

三个月平均日交易额 (US\$mn) 32,406

流通盘占比 (%) 100

**主要股东 (%)**

Elon Musk 12

The Vanguard Group 7

Blackrock 6

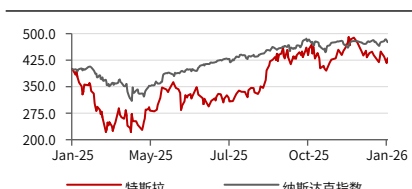
按 2026 年 1 月 30 日收市数据

资料来源: FactSet

#### 主要调整

	现值	原值	变动
评级	持有	持有	N/A
目标价 (US\$)	382.00	380.00	1%
2026E EPS (US\$)	2.05	2.04	0%
2027E EPS (US\$)	2.61	2.94	-11%
2028E EPS (US\$)	3.37	N/A	N/A

#### 股价表现



资料来源: FactSet

#### 华兴对比市场预测 (差幅%)

	2026E	2027E
营收 (US\$mn)	111,846 (-14%)	135,301 (-23%)
EPS (US\$)	2.24 (-9%)	3.05 (-14%)

注: 所示市场预测来源于 Wind。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

- 4Q25 收入和 GAAP 归母净利润分别同比下降 10.2%/60.5%。

- 专注于用自动驾驶技术赋能出行市场, Optimus 3.0 预计在数月内发布。

- 维持“持有”评级, 目标价调整至 382.00 美元。

**4Q25 销量下滑而汽车销售毛利率提升:** 根据特斯拉 4Q25 财报, 受电动车销量的持续疲软影响 (4Q25 交付 418,227 辆新车, 同比-15.6%), 当季汽车销售收入为 167.5 亿美元 (同比 -10.2%/环比 -17.7%), 全年汽车销售收入 658.2 亿美元 (同比-9.2%)。尽管储能和其他服务收入在 2025 年仍实现双位数增长, 但特斯拉全年总收入同比下降 2.9% 至 948.亿美元, 为公司上市以来首次年收入同比下降。当季汽车销售毛利率 (扣除积分收入) 环比增长 2.5ppts 至 17.2%, 我们认为主要是由于特斯拉 4Q25 的产能利用率提高所致 (包括持续提升的 4680 电池良率和 CTC 技术渗透率)。4Q25 和 2025 年的 GAAP 归母净利润为 8.4 亿美元/37.9 亿美元 (同比-60.5%/-46.5%)。特斯拉在业绩会上宣布 Model S/X 车型将会在 2Q26 停产, 但未来仍将持续推出带自动驾驶功能的经济型车型。

**聚焦自动驾驶技术:** 特斯拉将进一步聚焦自动驾驶技术的发展, 不断扩大 Robotaxi 的运营范围并计划于 4 月开始生产 Cybercab (无方向盘/踏板), 公司预计改款产品的产量将超过未来其他所有车型的总和。特斯拉还首次在财报中披露了 FSD 截止 2025 年底的全球付费用户为约 110 万, 占公司累计汽车销量的 12% 左右, 其中近 70% 为买断用户, 同时特斯拉已经宣布自今年 2 月 14 日起取消 FSD 的买断服务, 未来车主都需按月订阅付费, 每月需支付 99 美元。

**Optimus 3.0 即将发布:** 根据业绩会信息, Model S/X 停产后现有产线将改造后用于 Optimus 生产。第三代 Optimus 机器人将在几个月内发布, 马斯克认为人形机器人的三大难点在于 1) 打造一只和人有同等自由度和灵活度的机械手, 2) 现实世界 AI 和 3) 规模化生产能力, 特斯拉的人形机器人和其他竞争对手相比是唯一具有这三种能力的公司。

**维持“持有”评级, 目标价调整至 380.00 美元:** 我们下调特斯拉 2026~27 年的收入和净利润预测以反应当前持续疲软的销量和两款车型停产带来的影响, 但上调同期毛利率预测以反应产能利用率的提高。我们引入 2028 年财务数据预测, 并仍然采用分部加总法 (SOTP) 对公司进行估值, 调整目标价至 382.00 美元, 维持“持有”评级。

**风险因素:** 上行风险--新车销量好于预期, Robotaxi 商业化进展顺利, Optimus 及 FSD 取得突破。下行风险--车辆销售不及预期, 全球竞争加剧, 关税波动可能对销量和盈利带来的不利影响。

#### 财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (US\$mn)	97,690	94,827	96,554	104,636	108,557
息税前利润 (US\$mn)	7,076	4,355	5,855	7,965	6,892
归母净利润 (US\$mn)	7,960	5,858	6,346	8,195	7,480
每股收益 (US\$)	2.29	1.56	2.05	2.61	3.37
市盈率 (x)	100.6	228.5	210.4	164.9	127.6

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

#### 研究团队

**王一鸣, 分析师**

证书编号: S1680521050001

电话: +86 21 6015 6850

电邮地址: ymwang@huaxingsec.com

**图表 1: 特斯拉--核心盈利预测变化**

单位: 百万美元	调整后			调整前			变动		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入	96,554	104,636	108,557	107,602	121,776	N/A	-10.4%	-14.2%	N/A
毛利润	19,625	22,819	22,461	19,220	24,306	N/A	2.0%	-6.2%	N/A
毛利率 (%)	20.3%	21.8%	20.7%	17.9%	20.0%	N/A	2.4ppts	1.8ppts	N/A
研发费用	7,052	7,405	7,775	6,848	7,533	N/A	3.0%	-1.7%	N/A
销售及管理费用	6,126	6,738	6,940	6,148	6,886	N/A	-0.4%	-2.1%	N/A
归母净利润	5,381	7,089	6,249	5,688	8,595	N/A	-5.6%	-17.7%	N/A
每股收益	1.53	2.01	1.77	1.61	2.44	N/A	-5.8%	-17.6%	N/A
Non-GAAP 归母净利润	6,346	8,195	7,480	6,653	9,701	N/A	-4.8%	-15.7%	N/A
Non-GAAP 每股收益	2.05	2.61	3.37	2.03	2.94	N/A	0.3%	-11.2%	N/A
预计交付量 (辆)	1,685,000	1,830,000	1,870,000	1,948,500	2,321,000	N/A	-13.5%	-21.2%	N/A

资料来源: 华兴证券预测

**图表 2: 特斯拉--分部估值**

2026E (百万美元)	
汽车业务收入	64,978.41
净利润率 (%)	10.0%
汽车业务净利润	6,497.8
x P/E 倍数	115
<b>汽车业务估值</b>	<b>747,252</b>
储能业务收入	16,964.9
x P/S 倍数	20
<b>储能业务估值</b>	<b>339,298</b>
服务和其他收入	14,610.6
x P/S 倍数	10
<b>服务和其他业务估值</b>	<b>146,106</b>
<b>总估值</b>	<b>1,232,656</b>
÷ 总股本 (百万股)	3231
<b>目标价 (美元/股)</b>	<b>382.00</b>
收盘价	430.41
上升空间	-11%

注: 以 2026 年 1 月 30 日收盘价为基准。

资料来源: Wind, 华兴证券预测

## 风险提示

### 上行风险

- **新车销量好于预期：**特斯拉在 4Q25 推出了更廉价版的 model3 标准版车型，有望成为新的销售增长点。若该车型销量好于市场预期，则可能对股价产生积极影响。
- **Robotaxi 商业化进展顺利：**特斯拉 Robotaxi 已经初步开始商业化，目前正进一步拓展运营范围。我们认为特斯拉的 Robotaxi 在商业模式上优于现有竞争对手，待 FSD 技术成熟后有望快速改变行业格局并对公司盈利和估值带来正面影响。
- **Optimus 及 FSD 取得突破：**马斯克预计 Optimus 3 在 2026 年开始量产并实现未来 5 年内年产百万台。若进展顺利将成为全球首款量产的人形机器人，将对公司股价和发展前景带来积极影响。

### 下行风险

- **汽车销售不及预期：**全球新能源车销量增速正在下滑，尤其主要市场中国在经历了过去三年的高速增长后，需求增长下滑明显。如果全球电动车需求低于市场预期，特斯拉的销量将受到不利影响。
- **全球竞争加剧：**随着中国新能源品牌的不断涌现，全球电动车市场竞争正变得愈发激烈。虽然特斯拉在科技和制造方面仍占据领先地位，但相对后发者的优势正在逐步缩小，更加激烈的全球竞争将可能导致特斯拉的销量不及预期。
- **关税波动可能对销量和盈利带来的不利影响：**美国对全球其他国家加征关税可能会提高特斯拉的供应链采购成本，从而降低其产品在美國或其他地区的销量并对公司盈利产生不利影响。

**附：财务报表**

年结: 12月

**利润表**

(US\$mn)	2025A	2026E	2027E	2028E
汽车业务收入	69,526	64,978	67,476	67,829
储能收入	12,771	16,965	20,358	21,579
其他收入	12,530	14,611	16,802	19,148
<b>营业收入</b>	<b>94,827</b>	<b>96,554</b>	<b>104,636</b>	<b>108,557</b>
营业成本	(77,733)	(76,929)	(81,816)	(86,096)
<b>毛利润</b>	<b>17,094</b>	<b>19,625</b>	<b>22,819</b>	<b>22,461</b>
管理及销售费用	(12,245)	(13,178)	(14,143)	(14,715)
其中: 研发支出	(6,411)	(7,052)	(7,405)	(7,775)
<b>息税前利润</b>	<b>4,355</b>	<b>5,855</b>	<b>7,965</b>	<b>6,892</b>
<b>息税折旧及摊销前利润</b>	<b>10,503</b>	<b>12,617</b>	<b>15,404</b>	<b>15,075</b>
利息收入	1,680	1,764	1,852	1,945
利息支出	(338)	(355)	(373)	(391)
<b>税前利润</b>	<b>5,278</b>	<b>6,803</b>	<b>8,938</b>	<b>7,888</b>
所得税	(1,423)	(1,361)	(1,788)	(1,578)
<b>净利润</b>	<b>3,794</b>	<b>5,381</b>	<b>7,089</b>	<b>6,249</b>
<b>调整后息税折旧及摊销前利润</b>	<b>14,596</b>	<b>16,869</b>	<b>19,785</b>	<b>19,588</b>
<b>调整后净利润</b>	<b>5,858</b>	<b>6,346</b>	<b>8,195</b>	<b>7,480</b>
基本每股收益 (US\$)	1.21	1.72	2.26	2.00
稀释每股调整收益 (US\$)	1.56	2.05	2.61	3.37

**资产负债表**

(US\$mn)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>68,642</b>	<b>73,565</b>	<b>80,837</b>	<b>88,829</b>
货币资金	44,059	50,668	55,735	61,308
应收账款	4,576	5,034	5,537	6,091
存货	12,392	13,631	14,994	16,494
其他流动资产	7,615	4,232	4,571	4,937
<b>非流动资产</b>	<b>69,164</b>	<b>82,060</b>	<b>88,607</b>	<b>94,869</b>
固定资产	40,643	52,134	56,305	60,809
无形资产	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0
其他	20,588	22,395	24,369	26,528
<b>资产</b>	<b>137,806</b>	<b>155,626</b>	<b>169,444</b>	<b>183,698</b>
<b>流动负债</b>	<b>31,714</b>	<b>34,379</b>	<b>37,311</b>	<b>40,535</b>
短期借款	0	0	0	0
预收账款	3,424	3,424	3,424	3,424
应付账款	13,371	14,708	16,179	17,797
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	23,227	24,857	26,648	28,616
<b>负债</b>	<b>54,941</b>	<b>59,236</b>	<b>63,958</b>	<b>69,151</b>
股份	3	3	3	3
资本公积	40,607	47,835	49,636	50,401
未分配利润	42,251	48,588	55,877	64,258
<b>归属于母公司所有者权益</b>	<b>82,137</b>	<b>95,645</b>	<b>104,656</b>	<b>113,717</b>
少数股东权益	728	745	830	831
<b>负债及所有者权益</b>	<b>137,806</b>	<b>155,626</b>	<b>169,444</b>	<b>183,698</b>

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

**现金流量表**

(US\$mn)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>净利润</b>	<b>3,794</b>	<b>5,381</b>	<b>7,089</b>	<b>6,249</b>
折旧摊销	6,148	6,763	7,439	8,183
利息 (收入) / 支出	0	0	0	0
其他非现金科目	4,005	4,205	4,416	4,636
其他	1,315	500	500	500
营运资本变动	(3,341)	(800)	(1,000)	(1,000)
<b>经营活动产生的现金流量</b>	<b>15,745</b>	<b>15,949</b>	<b>18,344</b>	<b>18,469</b>
资本支出	(12,559)	(20,094)	(22,104)	(24,314)
收购及投资	(46,692)	(42,023)	(37,821)	(34,038)
处置固定资产及投资	40,607	42,637	44,769	45,665
其他	0	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流量</b>	<b>(18,644)</b>	<b>(19,480)</b>	<b>(15,155)</b>	<b>(12,687)</b>
股利支出	0	0	0	0
债务筹集 (偿还)	(2,131)	(2,238)	(2,349)	(2,467)
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	1,511	1,587	1,666	1,749
<b>筹资活动产生的现金流量</b>	<b>(620)</b>	<b>(651)</b>	<b>(684)</b>	<b>(718)</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>(3,087)</b>	<b>(4,212)</b>	<b>2,460</b>	<b>5,020</b>
<b>自由现金流</b>	<b>3,186</b>	<b>(4,145)</b>	<b>(3,760)</b>	<b>(5,846)</b>

**关键假设**

	2025A	2026E	2027E	2028E
汽车销量 (千辆)	1,636.1	1,685.0	1,830.0	1,870.0

**财务比率**

	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>YoY (%)</b>				
营业收入	(2.9)	1.8	8.4	3.7
毛利润	(2.0)	14.8	16.3	(1.6)
息税折旧及摊销前利润	(15.6)	20.1	22.1	(2.1)
调整后息税折旧及摊销前利润	(12.3)	15.6	17.3	(1.0)
净利润	(46.5)	41.8	31.7	(11.8)
调整后净利润	(26.4)	8.3	29.1	(8.7)
稀释每股调整收益	(45.6)	41.8	31.7	(11.8)
调整后稀释每股调整收益	(31.8)	31.0	27.6	29.2
<b>盈利率 (%)</b>				
毛利率	18.0	20.3	21.8	20.7
息税折旧摊销前利润率	11.1	13.1	14.7	13.9
调整后息税折旧摊销前利润率	15.4	17.5	18.9	18.0
息税前利润率	4.6	6.1	7.6	6.3
净利率	4.0	5.6	6.8	5.8
调整后净利率	6.2	6.6	7.8	6.9
净资产收益率	4.6	5.6	6.8	5.5
总资产收益率	2.8	3.5	4.2	3.4
<b>流动资产比率 (x)</b>				
流动比率	2.2	2.1	2.2	2.2
速动比率	1.8	1.7	1.8	1.8
<b>估值比率 (x)</b>				
市盈率	228.5	210.4	164.9	127.6
市净率	13.9	14.5	13.4	12.5
市销率	14.7	14.4	13.3	12.8

## 附录

### 【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 【法律声明】

#### 一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

### 【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。